

全信股份

300447

审慎增持 (维持)

年报一季报扣非业绩高增，募投产能投放匹配旺盛需求

2022年04月28日

市场数据

市场数据日期	2022-04-27
收盘价(元)	14.34
总股本(百万股)	312.33
流通股本(百万股)	198.14
总市值(百万元)	4,478.79
流通市值(百万元)	2,841.33
净资产(百万元)	1,785.08
总资产(百万元)	2,691.33
每股净资产(元/股)	5.72

来源: IFIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《全信股份深度报告: 聚焦军用光电传输, 需求饱满产能扩充》
2022-02-10

《全信股份2019年报及2020一季报点评: 需求向好, 利润重归增长》
2020-05-08

分析师:

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

李博彦

liboyan@xyzq.com.cn

S0190519080005

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	940	1345	1816	2324
同比增长	31.9%	43.1%	35.0%	28.0%
归母净利润(百万元)	163	251	342	442
同比增长	17.7%	53.3%	36.6%	29.2%
毛利率	46.5%	46.6%	46.8%	47.0%
净利率	17.4%	18.6%	18.9%	19.0%
净资产收益率	9.4%	12.7%	14.8%	16.0%
每股收益(元)	0.52	0.80	1.10	1.42
每股经营现金流(元)	-0.08	0.76	0.48	0.70

来源: IFIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **公司发布 2021 年年报:** 实现营收 9.40 亿元, 同比增长 31.88%; 实现归母净利润 1.63 亿元, 同比增长 17.71%; 扣非后归母净利润 1.57 亿元, 同比增长 43.81%。基本每股收益 0.55 元/股, 同比增长 14.61%; 加权平均净资产收益率 11.21%, 同比下降 0.73pct。
- **公司发布 2022 年一季报:** 实现营收 3.04 亿元, 同比增长 40.62%; 实现归母净利润 0.55 亿元, 同比增长 41.06%; 扣非后归母净利润 0.52 亿元, 同比增长 36.90%。基本每股收益 0.18 元/股, 同比增长 31.34%。
- **行业需求景气。**2021 年, 高性能传输线缆和组件实现营收 7.10 亿元, 同比增长 40.82%; 占总营收比 75.57%, 营收占比同比增长 4.79pct; 毛利率 48.77%, 同比下降 2.50pct。光电系统和 FC 产品实现营收 2.18 亿元, 同比增长 41.25%, 占总营收比 23.19%, 营收占比同比增长 1.54pct; 毛利率 39.11%, 同比下降 2.10pct。
- **期间费用率改善。**2021 年, 公司整体毛利率为 46.46%, 同比下降 0.90pct。期间费用总额 2.37 亿元, 同比增长 25.29%, 期间费用占营收比重 25.26%, 营收占比同比下降 1.33pct。
- **存货同比高增。**2021 年, 公司应收项目合计 8.47 亿元, 同比增长 26.52%, 其中应收账款 4.22 亿元, 同比增长 30.21%。存货 5.59 亿元, 同比增长 64.23%。2022 一季度末, 公司应收账款 6.54 亿元, 较 2022 年初增长 55.10%; 存货 6.02 亿元, 较 2022 年初增长 7.67%。
- **全资控股上海赛治, 加大 FC 光纤领域资本投入。**2022 年 3 月, 公司与上海赛治少数股东签订了《股权转让协议》, 以 4610.26 万元的价格收购上海赛治 39.07% 的少数股东股权, 本次收购完成后, 上海赛治成为公司全资子公司, 有望进一步增厚全年业绩。2021 年, 上海赛治实现营收 9467.03 万元, 同比增长 65.18%; 净利润 2449.51 万元, 同比大幅增长 176.91%; 净利率 25.87%, 同比增长 10.44pct。
- **2022 年募投产能投放有望匹配旺盛需求。**2021 年 8 月, 公司非公开发行募集资金总额 3.20 亿元, 用于航空航天用高性能线缆及轨道交通用数据线缆生产项目(拟投入募集资金 1.12 亿元, 下同)、综合线束及光电系统集成产品生产项目(9078.65 万元)、FC 光纤总线系列产品生产项目(2563.06 万元)和补充流动资金(8583.36 万元)。截至 2021 年末, 公司累计使用 8551.43 万元, 累计使用进度 26.90%。
- 我们调整盈利预测, 预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 2.51/3.42/4.42 亿元, EPS 为 0.8/1.1/1.42 元/股, 对应 PE 为 17.9/13.1/10.1 倍(2022.4.27), 维持“审慎增持”评级。

风险提示: 航空航天领域竞争加剧; 新产品拓展不及预期; 原材料价格上涨。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



事件

- 公司发布 2021 年年报：实现营收 9.40 亿元，同比增长 31.88%；实现归母净利润 1.63 亿元，同比增长 17.71%；扣非后归母净利润 1.57 亿元，同比增长 43.81%。基本每股收益 0.55 元/股，同比增长 14.61%；加权平均净资产收益率 11.21%，同比下降 0.73pct。
- 公司发布 2022 年一季报：实现营收 3.04 亿元，同比增长 40.62%；实现归母净利润 0.55 亿元，同比增长 41.06%；扣非后归母净利润 0.52 亿元，同比增长 36.90%。基本每股收益 0.18 元/股，同比增长 31.34%。
- 2021 年利润分配方案：以 3.12 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 1 元(含税)，派发现金红利 0.31 亿元，占 2021 年可供分配利润的 6.24%。

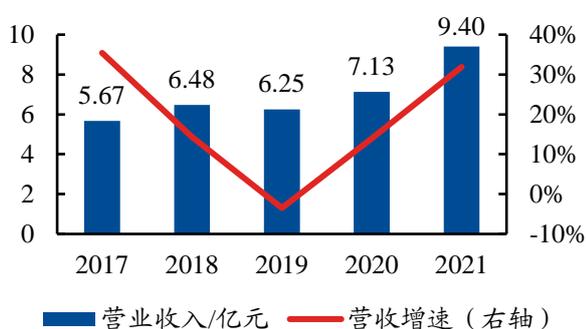
点评

● 营收、扣非净利润高速增长

2021 年，公司实现营业收入 9.40 亿元，同比增长 31.88%；实现归母净利润 1.63 亿元，同比增长 17.71%；扣非后归母净利润 1.57 亿元，同比增长 43.81%。2022 年一季度，公司实现营业收入 3.04 亿元，同比增长 40.62%；实现归母净利润 0.55 亿元，同比增长 41.06%；扣非后归母净利润 0.52 亿元，同比增长 36.90%。

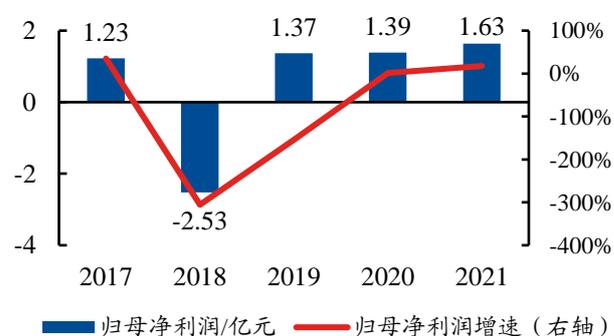
分季度看，公司 2021 年四个季度分别实现营收 2.16 亿元(同比+123.34%，下同)、2.36 亿元(+2.54%)、2.34 亿元(+13.62%)、2.53 亿元(+41.20%)；公司 2021 年四个季度分别实现归母净利润 0.39 亿元(+244.43%)、0.46 亿元(-6.30%)、0.49 亿元(+32.41%)、0.29 亿元(-28.83%)。

图 1、2017-2021 年营收及增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、2017-2021 年归母净利润及增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、近年分季度营收和归母净利润情况（亿元）

年份	报告期	毛利率 (%)	营收 (亿元)	单季度/全年营收 (%)	归母净利润 (亿元)	单季度/全年净利润 (%)
2019	Q1	54.73	1.24	19.84%	0.24	17.80%
	Q2	54.04	1.88	30.05%	0.47	34.59%
	Q3	44.60	1.65	26.44%	0.21	15.16%
	Q4	42.57	1.48	23.68%	0.44	32.46%
2020	Q1	47.15	0.97	13.60%	0.11	8.13%
	Q2	51.61	2.31	32.36%	0.49	35.60%
	Q3	47.30	2.06	28.91%	0.37	26.63%
	Q4	42.05	1.79	25.13%	0.41	29.64%
2021	Q1	47.95	2.16	23.03%	0.39	23.79%
	Q2	53.13	2.36	25.16%	0.46	28.34%
	Q3	57.49	2.34	24.91%	0.49	29.96%
	Q4	28.73	2.53	26.90%	0.29	17.92%
2022	Q1	44.89	3.04		0.55	

资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

● 行业需求景气

公司主要产品包括光电线缆及组件、光电元器件、FC 光纤高速网络及多协议网络解决方案、光电系统集成等，主要应用于航空、航天、舰船、电子和兵器五大军工领域。2021 年，高性能传输线缆和组件实现营收 7.10 亿元，同比增长 40.82%；占总营收比 75.57%，营收占比同比增长 4.79pct；毛利率 48.77%，同比下降 2.50pct。光电系统和 FC 产品实现营收 2.18 亿元，同比增长 41.25%，占总营收比 23.19%，营收占比同比增长 1.54pct；毛利率 39.11%，同比下降 2.10pct。

表 2、2020-2021 年公司分业务情况

分产品	2021			2020		
	营收/亿元	营收占比	毛利率 (%)	营收/亿元	营收占比	毛利率 (%)
高性能传输线缆和组件	7.10	75.57%	48.77%	5.04	70.78%	51.27%
光电系统和 FC 产品	2.18	23.19%	39.11%	1.54	21.65%	41.21%
其他	0.12	1.24%	-	0.54	7.57%	-

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2021 年，在军品领域，公司军工配套产品市场规模扩大，部分型号产品实现批量供货，公司积极调整产品结构，基础业务板块和集成业务板块产品均呈现增长趋势。在民品领域，公司积极拓展轨道交通、铁建、商用飞机和 5G 通信等商用民品市场：1) 通过了国际航空业认可的 AS9100D 航空航天质量体系认证、中国船级社工厂认证及 IRIS (国际铁路行业标准) 质量管理体系认证等资质认证；2) 在轨道交通和航空领域国产化取得重大进展，产品经过中铁检验认证中心专家现场审

核并通过第三方检验机构全性能检测，取得 CRCC 铁路产品认证试用证书；3) 完成了中国商飞现场审核和产品全性能检测，成功进入商飞 QPL 合格供应商目录，开始小批供货。

● 期间费用率改善

2021 年，公司整体毛利率为 46.46%，同比下降 0.90pct；净利率为 17.38%，同比下降 2.09pct；加权平均 ROE 为 11.21%，同比下降 0.73pct。

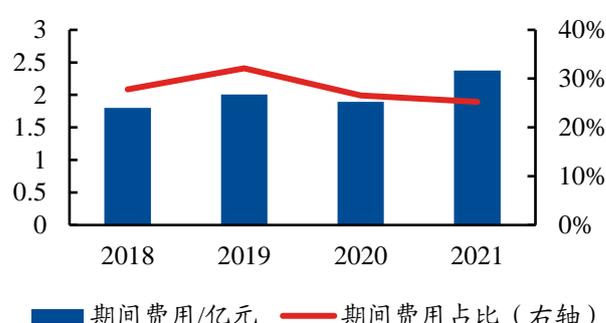
2021 年，公司期间费用总额 2.37 亿元，同比增长 25.29%，期间费用占营收比重 25.26%，营收占比同比下降 1.33pct。其中，销售费用 0.45 亿元，同比增长 22.04%，占营业收入的 4.82%，营收占比同比下降 0.39pct；管理费用 1.13 亿元，同比增长 34.41%，占营业收入的 12%，营收占比同比增长 0.23pct，主要系 2020 年有社保减免政策且人工费用相对较低所致；财务费用 691.60 万元，同比增长 3.01%，占营业收入的 0.74%，营收占比同比下降 0.21pct；研发费用 0.72 亿元，同比增长 17.28%，占营业收入的 7.71%，营收占比同比下降 0.96pct。

图 3、2017-2021 年公司毛利率、净利率及加权 ROE



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2018-2021 年公司期间费用及期间费用率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 非经常性损益下降影响归母净利润增速

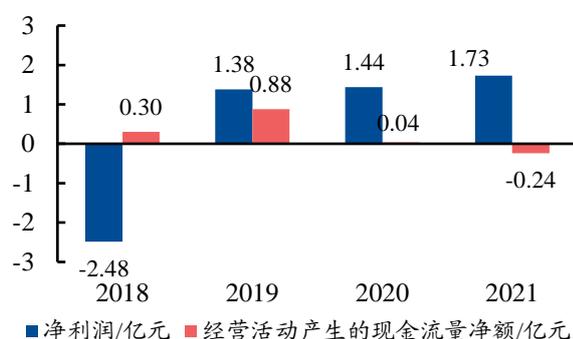
2021 年，公司扣非归母净利润 1.57 亿元，同比增长 43.81%；归母净利润 1.63 亿元，同比增长 17.71%。归母净利润增速显著低于扣非归母净利润增速，主要系非经常性损益大幅下降所致。2021 年，公司非经常性损益 651.45 万元，较 2020 年的 2972.18 万元同比下降 2320.73 万元，主要系 2020 年使用前期未确认递延所得税资产的可抵扣亏损，致 2020 年所得税费用显著低于 2021 年所得税费用。

● 采购支付增加致经营活动产生的现金流净额下降

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2021年，公司经营活动产生的现金流净额-0.24亿元，2020年同期为0.04亿元，同比下降0.28亿元，主要系为生产备料、扩建产能发生的采购支付增加所致；投资活动现金流量净额-1.27亿元，2020年同期为0.02亿元，同比下降1.30亿元，主要系生产线建设及对外投资支出增加所致；筹资活动现金流量净额3.17亿元，2020年同期为0.94亿元，同比增长2.23亿元，主要系向特定对象发行股份募集资金到位所致。

图 5、2018-2021 年净利润及经营活动产生的现金流量净额（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、2017-2021 应收账款及存货周转率（次）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2021年，公司应收项目合计8.47亿元，同比增长26.52%，其中应收账款4.22亿元，同比增长30.21%；应收账款周转率2.52次，同比增长0.55次。存货5.59亿元，同比增长64.23%；存货周转率1.12次，同比下降0.15次。

截至2022年一季度末，公司应收款项合计10.67亿元，较2022年初增长26%，其中应收账款6.54亿元，较2022年初增长55.10%。存货6.02亿元，较2022年初增长7.67%。

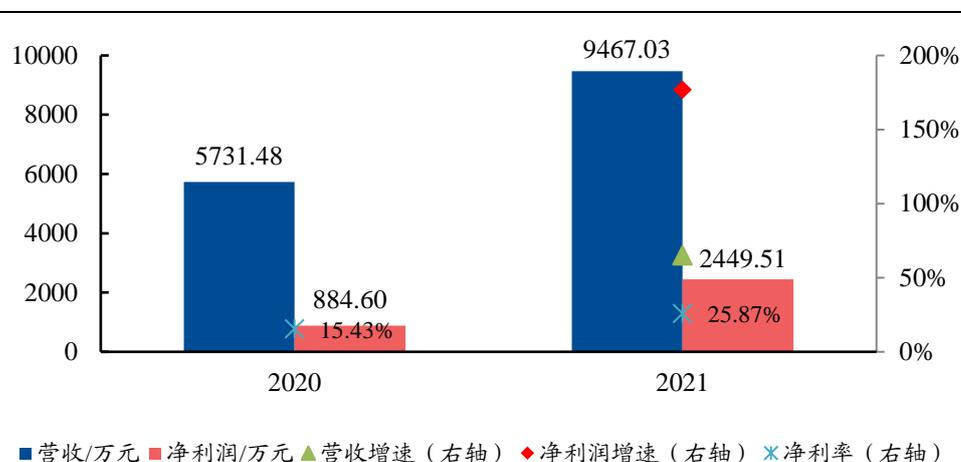
● 全资控股上海赛治，加大 FC 光纤领域资本投入

2022年3月，公司与上海赛治少数股东签订了《股权转让协议》，以4610.26万元的价格收购上海赛治39.07%的少数股东股权，本次收购完成后，上海赛治成为公司全资子公司，有望进一步增厚全年业绩。本次收购是基于FC光纤总线系列产品应用领域的逐步拓宽与快速增长，进一步提高FC光纤总线技术领域的资本投入，扩大相关产品的生产规模以充分满足未来增长的市场需求，增强核心竞争力。

2021年，上海赛治实现营收9467.03万元，同比增长65.18%；净利润2449.51万

元，同比大幅增长 176.91%；净利率 25.87%，同比增长 10.44pct。

图 7、2020-2021 年上海赛治营收、净利润及增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 2022 年募投产能投放有望匹配旺盛需求

2021 年 8 月，公司以每股 15.01 元的价格向 13 家对象发行股票 2131.91 万股，募集资金总额 3.20 亿元，扣除发行费用后共计 3.13 亿元，用于航空航天用高性能线缆及轨道交通用数据线缆生产项目（拟投入募集资金 1.12 亿元，下同）、综合线束及光电系统集成产品生产项目（9078.65 万元）、FC 光纤总线系列产品生产项目（2563.06 万元）和补充流动资金（8583.36 万元）。截至 2021 年末，公司累计使用 8551.43 万元，累计使用进度 26.90%。

表 3、募集资金承诺项目情况

项目和投向	投资总额 /万元	2021 年投入金额 /万元	截至 2021 年末 投资进度	项目达到预定可使用状 态日期
FC 光纤总线系列产品生产项目	2,563.06	0	0.00%	2023 年 12 月 31 日
综合线束及光电系统集成产品生产项目	9,078.65	158.95	1.75%	2024 年 12 月 31 日
航空航天用高性能线缆及轨道交通用数据线缆生产项目	11,174.93	1,896.93	16.97%	2024 年 12 月 31 日
补充流动资金	8,583.36	6,495.55	75.68%	2021 年 12 月 31 日
承诺投资项目小计	31,400.00	8,551.43	26.90%	--

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 盈利预测与投资建议

我们调整盈利预测，预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 2.51/3.42/4.42 亿元，EPS 为 0.8/1.1/1.42 元/股，对应 PE 为 17.9/13.1/10.1 倍(2022.4.27)，维持“审慎增持”评级。

● 风险提示

航空航天领域竞争加剧；新产品拓展不及预期；原材料价格上涨。

表 4、公司分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

报告期	21-1Q	21-2Q	21-3Q	21-4Q	22-1Q	QOQ	2020-12	2021-12	YOY
营业收入	216	236	234	253	304	40.6%	713	940	31.9%
营业成本	113	111	100	180	168	48.9%	375	503	34.1%
毛利	104	126	135	73	137	31.6%	338	437	29.4%
销售费用	8	11	14	13	9	16.8%	37	45	22.0%
管理费用	27	22	31	33	31	17.1%	84	113	34.4%
财务费用	2	3	1	1	4	98.2%	7	7	3.0%
研发费用	13	24	14	21	20	59.3%	62	72	17.3%
资产减值	0	-2	-1	-2	-1	-696.5%	-4	-5	-
公允价值	0	0	0	0	0	-	0	0	-
投资收益	1	3	1	1	-0	-102.8%	-3	6	-
营业利润	47	67	71	15	60	28.7%	147	199	35.7%
利润总额	47	65	71	15	60	28.7%	147	197	34.4%
归母净利润	39	46	49	29	55	41.1%	139	163	17.7%
EPS	0.124	0.148	0.157	0.094	0.176	41.1%	0.444	0.523	17.7%
销售费用率	3.7%	4.6%	5.9%	5.0%	3.0%	-0.6%	5.2%	4.8%	-0.4%
管理费用率	12.4%	9.3%	13.0%	13.2%	10.3%	-2.1%	11.8%	12.0%	0.2%
财务费用率	0.8%	1.4%	0.3%	0.4%	1.2%	0.3%	0.9%	0.7%	-0.2%
研发费用率	5.9%	10.0%	6.1%	8.5%	6.7%	0.8%	8.7%	7.7%	-1.0%
所得税率	17.0%	26.1%	27.2%	-136.1%	8.8%	-8.2%	2.2%	12.3%	10.2%
毛利率	47.9%	53.1%	57.5%	28.7%	44.9%	-3.1%	47.4%	46.5%	-0.9%
净利率	18.0%	19.6%	20.9%	11.6%	18.0%	0.1%	19.5%	17.4%	-2.1%

资料来源：天软投资系统，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	
流动资产	1991	2422	3089	3846	
货币资金	506	778	932	1161	
交易性金融资产	0	0	0	0	
应收票据及应收账款	773	987	1340	1727	
预付款项	53	63	97	128	
存货	559	497	621	731	
其他	101	97	99	100	
非流动资产	521	496	429	363	
长期股权投资	67	62	64	63	
固定资产	108	223	250	234	
在建工程	283	142	71	35	
无形资产	24	6	-12	-29	
商誉	6	6	6	6	
长期待摊费用	1	0	1	1	
其他	32	58	49	52	
资产总计	2512	2918	3518	4209	
流动负债	735	880	1107	1325	
短期借款	122	141	135	137	
应付票据及应付账款	449	599	825	1,044	
其他	164	139	148	145	
非流动负债	25	27	37	44	
长期借款	12	18	27	35	
其他	13	9	10	10	
负债合计	759	907	1144	1370	
股本	312	312	312	312	
资本公积	808	808	808	808	
未分配利润	541	774	1089	1497	
少数股东权益	22	35	54	77	
股东权益合计	1753	2011	2374	2839	
负债及权益合计	2512	2918	3518	4209	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	
归母净利润	163	251	342	442	
折旧和摊销	29	35	51	59	
资产减值准备	12	5	13	14	
资产处置损失	-1	-1	-1	-1	
公允价值变动损失	0	0	0	0	
财务费用	7	7	11	13	
投资损失	-6	-3	-4	-4	
少数股东损益	10	13	19	24	
营运资金的变动	-248	-27	-297	-324	
经营活动产生现金流量	-24	236	150	218	
投资活动产生现金流量	-127	20	12	15	
融资活动产生现金流量	317	16	-8	-4	
现金净变动	166	273	154	230	
现金的期初余额	300	506	778	932	
现金的期末余额	466	778	932	1161	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	
营业收入	940	1345	1816	2324	
营业成本	503	718	966	1232	
税金及附加	7	9	12	16	
销售费用	45	61	82	107	
管理费用	113	155	209	270	
研发费用	72	99	128	160	
财务费用	7	7	11	13	
其他收益	12	12	12	12	
投资收益	6	3	4	4	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
信用减值损失	-7	-6	-6	-6	
资产减值损失	-5	-5	-5	-5	
资产处置收益	1	1	1	1	
营业利润	199	302	413	533	
营业外收入	0	0	0	0	
营业外支出	2	1	2	2	
利润总额	197	301	412	531	
所得税	24	37	51	66	
净利润	173	264	361	466	
少数股东损益	10	13	19	24	
归属母公司净利润	163	251	342	442	
EPS(元)	0.52	0.80	1.10	1.42	

主要财务比率					
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	
成长性					
营业收入增长率	31.9%	43.1%	35.0%	28.0%	
营业利润增长率	35.7%	51.5%	36.8%	28.9%	
归母净利润增长率	17.7%	53.3%	36.6%	29.2%	
盈利能力					
毛利率	46.5%	46.6%	46.8%	47.0%	
净利率	17.4%	18.6%	18.9%	19.0%	
ROE	9.4%	12.7%	14.8%	16.0%	
偿债能力					
资产负债率	30.2%	31.1%	32.5%	32.5%	
流动比率	2.71	2.75	2.79	2.90	
速动比率	1.94	2.18	2.22	2.34	
营运能力					
资产周转率	43.7%	49.5%	56.4%	60.2%	
应收账款周转率	236.3%	272.2%	287.3%	280.7%	
存货周转率	110.6%	134.5%	170.9%	180.2%	
每股资料(元)					
每股收益	0.52	0.80	1.10	1.42	
每股经营现金	-0.08	0.76	0.48	0.70	
每股净资产	5.54	6.33	7.43	8.84	
估值比率(倍)					
PE	27.4	17.9	13.1	10.1	
PB	2.6	2.3	1.9	1.6	

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn